

28 maja 2010

Komentarz specjalny

**Media**

Polska

Piotr Grzybowski
(48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl

Cyfrowy Polsat Akumuluj

CPSM.WA; CPS.PW

(Niezmieniona)

Kwartał zgodny z planem

Obecna cena: 15,05 PLN; Cena docelowa: 16,60 PLN

Pierwszy kwartał 2010 roku okazał się bardzo udany dla Cyfrowego Polsatu. Spółka zanotowała na wszystkich poziomach rachunku zysku i strat rekordowe wyniki, na co wpływ miały znacznie powiększona pod koniec 2009 roku baza abonentów, korzystnie kształtujące się kursy walutowe, renegocjacja umów z dostawcami licencji programowych i z dostarczającą system warunkowego dostępu firmą Nagravision. Dodatkowo od kwietnia Cyfrowy Polsat rozpoczął produkcję własnych dekodów HD, co powinno wpływać na obniżenie kosztów działalności spółki. Z drugiej strony negatywnie na wyniki 2Q2010 będzie wpływać osłabienie polskiej waluty. Według naszych szacunków utrzymanie się do końca kwartału bieżącego kursu oznaczać będzie około 9,3 mln PLN dodatkowych kosztów licencyjnych i kosztów przesyłu sygnału. Uważamy jednak, że pozytywne informacje płynące z postępów w rozwoju oferty do Internetu przeważają nad dotychczasowym stopniem osłabienia złotego. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki 1Q2010

Wyniki Cyfrowego Polsatu za pierwszy kwartał 2010 roku były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Niewielkie odchylenie powstało na poziomie przychodów (374,0 mln PLN przy 358,5 mln PLN prognozy), co jest efektem dużo wyższego poziomu ARPU, niż to zakładaliśmy w naszych prognozach (36,1 PLN vs oczekiwane 34,8 PLN). Sam wzrost bazy abonenckiej był mniejszy niż oczekiwaliśmy. Ogółem liczba abonentów wzrosła o 37,4 tys użytkowników, podczas gdy zakładaliśmy przyrost bazy abonenckiej na poziomie 50 tys abonentów. W Pakiecie Familijnym nastąpił nawet spadek bazy abonenckiej o 1,5 tys. klientów. Jest to naszym zdaniem efekt urealnienia bazy abonenckiej w platformach po dynamicznym wzroście końcówki ubiegłego roku (eliminowanie z bazy podwójnie liczonych użytkowników zmieniających dostawcę usługi), a także wprowadzonych w końcu zeszłego roku w regulaminie świadczenia usług, które umożliwiały klientom wypowiedzanie umów bez żadnych konsekwencji.

W efekcie przychody abonentowe wyniosły w pierwszych trzech miesiącach roku 352,6 mln PLN wobec zakładanych przez nas 338,9 mln PLN. W porównaniu do 4Q2009 wpływy z opłat abonentowych wzrosły aż o 12,9%. Przychody ze sprzedaży dekodów spadły nieznacznie z 12,0 mln PLN do 10,8 mln PLN przede wszystkim ze względu na niższą średnią cenę sprzedaży urządzenia. Spółka w pierwszym kwartale nadal oferowała abonentom posiadającym stare dekodery (jeszcze z początku dziesięciolecia) możliwość zakupu nowego dekodera za 1 PLN. Przychody z usług telekomunikacyjnych wzrosły do 3,4 mln PLN z 1 mln PLN w 1Q2009, głównie w związku ze startem usługi dostępu do szerokopasmowego dostępu do Internetu.

Wyniki Cyfrowego Polsatu w 1Q2010 vs. prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

(mln PLN)	1Q2010	1Q2009	zmiana	1Q2010P	różnica	konsensus	różnica	2010P	2009	zmiana
Przychody	374,0	336,9	11,0%	358,5	4,3%	364,0	2,7%	1456,4	1266,1	15,0%
EBITDA	122,9	93,6	31,3%	121,2	1,4%	118,0	4,1%	426,2	327,4	30,2%
marża	32,9%	27,8%	-	33,8%	-	32,4%	-	29,3%	25,9%	-
EBIT	106,9	85,4	25,2%	104,2	2,6%	101,5	5,3%	362,0	285,5	26,8%
Zysk brutto	106,4	89,9	18,4%	105,2	1,2%	-	-	363,2	293,7	23,7%
Zysk netto	86,1	72,6	18,6%	85,2	1,1%	83,1	3,7%	294,2	237,9	23,7%

Źródło: Cyfrowy Polsat, szacunki DI BRE Banku SA, PAP

Po stronie kosztowej wyższy poziom przychodów abonentowych został okupiony nieznacznie wyższymi od oczekiwań kosztami licencji programowych (92,7 mln PLN vs. prognozowane 90,5 mln PLN), zwiększonymi nakładami na dystrybucję i marketing (67,5 mln PLN vs. 60,0 mln PLN) oraz zwiększonymi pozostałymi kosztami (34,3 mln PLN wobec zakładanych 30,0 mln PLN).

W ujęciu r/r koszty licencji programowych spadły o 5,0% mimo wyższej bazy abonenckiej (liczba użytkowników generującego większość kosztów licencji pakietu rodzinnego wzrosła o 337,5 tys.).

Spadek wydatków na licencje jest przede wszystkim efektem renegocjacji umów z dostawcami treści, a częściowo wynika z korzystniejszego poziomu kursów walutowych.

Koszty dystrybucji i marketingu wzrosły 37,2% r/r, za co odpowiadają wyższe o około 8,0 mln PLN koszty obsługi call center (większa liczba obsługiwanych abonentów oraz prowadzony program retencyjny oraz mailing związany z wysyłaniem do abonentów nowych warunków umowy). Koszty marketingu wzrosły o 9,0 mln PLN.

Wzrost amortyzacji o 8,0 mln PLN jest spowodowany większą liczbą amortyzowanych dekodów.

Koszty przesyłu sygnału wzrosły r/r o 3,5%. Pozytywny efekt na ograniczenie wzrostu tej grupy kosztów wynikającego z większej bazy abonenckiej oraz dodatkowego transpondera miały mocniejsza polska waluta oraz renegotjacja umowy z Nagravision dotycząca wysokości stawek za karty warunkowego dostępu.

Istotną pozycją pozostałych kosztów operacyjnych okazały się znaczne odpisy wartości należności na kwotę 10,8 mln PLN (+6,0 mln PLN r/r).

W konsekwencji powyższych czynników Cyfrowy Polsat wypracował wynik operacyjny na poziomie 106,9 mln PLN przy naszej prognozie na poziomie 104,2 mln PLN. Zarówno saldo działalności finansowej jak i efektywna stawka podatku dochodowego była zbliżona do naszych szacunków wobec czego odchylenie wyniku netto od naszej prognozy wyniosło 0,9 mln PLN (86,1 mln PLN wobec zakładanych 85,2 mln PLN).

Podsumowując, wyniki Cyfrowego Polsatu oceniamy pozytywnie. Niski tegoroczny wzrost bazy abonenckiej jest uwzględniony w naszych prognozach i nie powinien naszym zdaniem stanowić zaskoczenia szczególnie w pierwszym kwartale (wspomniany wyżej efekt urealniania baz abonenckich i wypowiedzanych umów). Jako pozytyw można natomiast przyjąć istotny wzrost ARPU.

Perspektywy na przyszłość — szerokopasmowy dostęp do internetu

Na koniec pierwszego kwartału liczba abonentów usługi szerokopasmowego dostępu do Internetu sięgnęła 5 tys. użytkowników, a na moment publikacji sprawozdania (17 maja) Cyfrowy Polsat dostarczał już swoją usługę 8 tys. klientów. Dotychczasowe tempo pozyskiwania abonentów usługi dostępu do Internetu oceniamy pozytywnie. Mimo faktu, że usługa jest w tej chwili dostępna zaledwie dla około 30% klientów spółki tempo przyrostu użytkowników Internetu dostarczanego przez spółkę rośnie zdecydowanie szybciej niż w przypadku usługi telefonii komórkowej (29 tys. użytkowników MVNO po ponad 2,5 roku od uruchomienia usługi). Jednocześnie dodatkowe koszty wynikające z poszerzonej oferty będą zdaniem zarządu ograniczone. Duża część nakładów została już poniesiona przy wprowadzaniu oferty wirtualnej telefonii komórkowej. Dodatkowe nakłady na marketing nie powinny natomiast przekroczyć 10% aktualnego poziomu. Podtrzymujemy opinię, że oferta internetowa okaże się dużym sukcesem, jednak ze względu na brak trwałej umowy pomiędzy Cyfrowym Polsatem a Sferisem i Aero2 trudno oszacować w jaki sposób dzielone będą korzyści ze wspólnej oferty.

Perspektywy na przyszłość — osłabienie polskiej waluty i implikacje dla wyników 2Q2010

Drugi kwartał stoi pod znakiem znacznego osłabienia polskiej waluty zwłaszcza w stosunku do amerykańskiego dolara. Utrzymanie obecnego poziomu kursów EUR/PLN i USD/PLN do końca kwartału oznaczać będzie przy pozostałych warunkach niezmiennych wzrost kosztów licencji w porównaniu do 1Q2010 o 9,0 mln PLN, a kosztów przesyłu sygnału o dodatkowe 0,3 mln PLN. Uważamy, że wzrost ten może w dużej mierze zostać zrekompensowany przez sezonowy spadek odpisów na wartości należności handlowych.

Zmiana warunków umowy — końcowa faza

Do końca marca 2010 roku została rozesłana ostatnia partia powiadomień o zmianie ogólnych warunków świadczenia usług. Na tym etapie były wysyłane powiadomienia dla najcenniejszych z biznesowego punktu widzenia klientów. Całkowity efekt zmiany warunków umowy powinien być zatem w pełni widoczny w bazie abonenckiej na koniec drugiego kwartału. W pierwszym kwartale zmiana warunków świadczenia usług zaowocowała wzrostem churnu w porównaniu do ubiegłego kwartału z 8,0% do 10,7% i oczekujemy, że również w 2Q2010 wypowiedzane umowy mogą mieć istotny, negatywny wpływ na tempo wzrostu bazy abonenckiej. Drugie półrocze powinno przynieść obniżenie poziomu churnu z racji pełnego zakończenia operacji wymiany umów, a w dłuższym okresie nowe warunki umów powinny wpływać stabilizująco na bazę abonencką (niższy churn) bądź też przyczynić się do wzrostu ARPU (wzrost cen za poszczególne pakiety o 2 PLN).

Wprowadzenie oferty do mPunktu, brak porozumienia z Polkomtelem

W pierwszym kwartale Cyfrowy Polsat rozpoczął wprowadzenie swojej oferty produktowej do salonów mPunktu. Spółce niestety nie udało się uzyskać porozumienia z Polkomtelem w sprawie pozostania oferty operatora w sieci mPunktu i w związku z tym obecnie sklepy mPunktu posiadają w ofercie bądź produkty Cyfrowego Polsatu bądź Polkomtela (ewentualnie obie oferty z wyłączeniem oferty internetowej Cyfrowego Polsatu). Docelowo należy oczekiwać całkowitego wyjścia Polkomtela ze współpracy z mPunktem. Zarząd spółki stoi na stanowisku, że nawet po wycofaniu się operatora telekomunikacyjnego sieć będzie w stanie być rentowna w średnim terminie (istniejąca do tej pory sieć dystrybucyjna Cyfrowego Polsatu działa na komercyjnych zasadach). Ten rok może jednak wiązać się operacyjną stratą na poziomie 6-9 mln PLN.

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgową**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Ergoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Slinks, Sokółów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSIP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.